

# Riesgo, inestabilidad y falta de regulación de los mercados de crédito: un enfoque sistémico para los gerentes de empresas en economías emergentes

Risk, instability and lack of regulation of the credit markets: a systemic approach for the company managers in emergent economies

Luis F. Brunstein\*  
Guillermo Cardoza\*\*

## RESUMEN

---

La inestabilidad financiera, la falta de regulación efectiva y las fuertes sacudidas registradas en los mercados de crédito de los países desarrollados están afectando el entorno económico en los países emergentes. El reciente fiasco de los créditos de baja calidad en el mercado inmobiliario en los Estados Unidos e Inglaterra ofrece un buen ejemplo de esta situación. En respuesta, varios países emergentes se han visto forzados a adoptar un arsenal heterodoxo de políticas defensivas en un intento por proporcionar cierto grado de estabilidad financiera y económica con el objetivo de promover inversión, crecimiento y empleo. Este trabajo analiza dichas políticas y ofrece consejos a los gerentes de empresas que intentan pronosticar las condiciones económicas en mercados emergentes con el fin de diseñar sus estrategias de inversión. Se utiliza una serie de diagramas sistémicos para ilustrar y resumir las cuestiones analíticas centrales.

**Palabras clave:** inestabilidad financiera, contagio, política de la estabilización, riesgo político, regulación de los mercados de capitales, modelado y diseño de dinámica de sistemas.

## ABSTRACT

---

Financial instability, lack of effective regulation and the strong shocks experienced by the credit markets in developed economies have had important effects on the economic conditions of emerging markets. The recent fiasco experienced by the sub-prime credit markets in the United States and England offer a good example of this problem. The response of various emergent countries has been to adopt an arsenal of heterodox defensive policies in an attempt to provide certain degree of financial and economic stability with the objective of promoting investment, growth and employment. This paper analyzes these policies and offers advice to the business' managers who try to forecast the economic conditions in the emerging markets with the objective of designing their investment strategies. This work utilizes a series of systemic diagrams to illustrate and summarize the central analytical issues.

**Keywords:** financial instability, contagion, stability policy, political risk, capital markets regulation, systems' dynamics modeling and design.

---

\* Profesor de Economía en Rowan University, New Jersey, USA. Correspondencia con el autor: brunstein@rowan.edu

\*\* Profesor de Dirección de Operaciones y Tecnología del Instituto de Empresa y Director del Centro Euro-Latinoamericano del Instituto de Empresa, Madrid, España. Correspondencia con el autor: guillermo.cardoza@ie.edu

## Introducción

La inestabilidad en los mercados financieros registrada durante los meses de marzo, julio y agosto de 2007 y mayo de 2006 acrecentó la percepción de que las economías emergentes deberían proteger sus sectores financieros con políticas macroeconómicas estables frente a las sacudidas en los mercados de crédito.

Sorprendentemente, no existe una definición única de estabilidad financiera. Según Schinasi (2004) no hay una definición mayoritariamente aceptada y usada de estabilidad financiera. El autor argumenta que un sistema financiero es estable siempre que sea capaz de facilitar el funcionamiento de una economía, y de disipar los desequilibrios financieros que se generan internamente o como resultado de acontecimientos significativos adversos e inesperados. Alternativamente, Mishkin (1999: 6) dice que la inestabilidad financiera se produce cuando las sacudidas del sistema financiero distorsionan la información de modo que el sistema no puede mantener el flujo de fondos que requieren los agentes económicos para aprovechar las oportunidades de inversión productiva.

En el sentido más amplio, la estabilidad financiera está determinada por: a.- estabilidad monetaria, b.- niveles de empleo cercanos a los naturales (empleo pleno de los recursos), c.- confianza en la calidad de las instituciones y, d.- precios relativos estables de activos reales y financieros (Foot, 2003).

Por su parte, Hall y Taylor (2002) sostienen que la política monetaria y fiscal utilizada para responder a las distorsiones externas influye sobre el grado de contagio que una economía experimenta luego de un temblor externo. Es decir, las políticas pro-activas adecuadas podrían mitigar el contagio de una sacudida externa.

Por lo tanto, los gobiernos, particularmente los de países emergentes, se ven forzados a implementar políticas defensivas para reforzar sus economías contra las sacudidas externas, actuales y futuras. En este contexto globalizado cualquier gerente necesita entender las razones detrás de las políticas del gobierno para anticiparlas y beneficiarse de los cambios generados por las mismas. Este trabajo procurará construir una herramienta analítica con tal fin.

El siguiente estudio se hace dentro de un marco teórico ampliamente establecido en la literatura sobre la estabilidad financiera macroeconómica y el análisis también se apoya en los trabajos empíricos relevantes publicados sobre el tema. El trabajo procura caracterizar los problemas fundamentales a los que hacen frente los gobiernos hoy al diseñar la política económica.

Es decir, el análisis trata uno de los dilemas centrales de la política actual de la estabilización: su costo de oportunidad. Pero dado que éste es un problema muy amplio y ambicioso para un solo trabajo, el análisis presente se realiza estrictamente en función de la problemática que enfrentan los gerentes empresariales en los países emergentes que se ajustan al perfil del análisis aquí expuesto.

Por otra parte, el trabajo utiliza la capacidad descriptiva y exploratoria de la diagramación sistémica y dinámica para aportar un enfoque más comprensivo y facilitar la construcción de un marco conceptual que pueda ser utilizado como una herramienta analítica más por el directivo de empresas.

El trabajo está estructurado de la siguiente manera: primero discute cómo el contagio afecta a los mercados financieros. Luego, argumenta cómo la falta de adecuada regulación en los mercados de capitales determina a su vez inestabilidad financiera y fuga de capitales en los países emergentes y en este sentido, propone varias formas de medir la fragilidad financiera macroeconómica. Después, aborda el asunto de las sacudidas externas y contempla qué tipo de políticas utilizan los gobiernos de los países emergentes para proteger sus economías. La siguiente sección establece la relación entre el diseño de la política económica y el riesgo político. A continuación, se ofrecen consejos a los gerentes de empresas que intentan pronosticar la evolución de las condiciones económicas en sus mercados. La última sección resume los puntos principales y sugiere algunas extensiones a este trabajo.

## El problema del contagio

El grado de comercio bilateral entre los países afectados, el punto hasta el cual comparten los mismos acreedores y mercados comunes, y el riesgo al que se exponen los inversores en estas economías promueven el contagio ante las sacudidas financieras externas (Hall and Taylor, 2002).

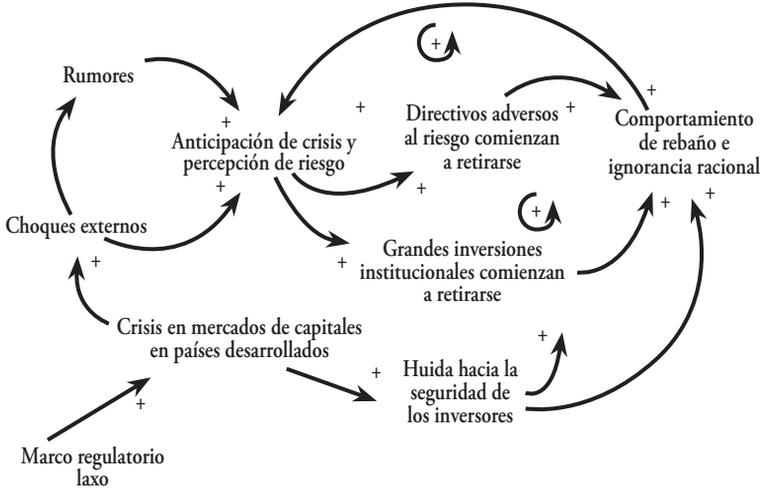
Además de esto, según De Alessi Gracio et al. (2005), los inversores institucionales contribuyen a agravar las crisis ya que se ven forzados a vender algunas de sus inversiones en diferentes mercados debido a que sus portafolios se tornan más riesgosos durante las crisis.

Durante una crisis en el mercado financiero los prestamistas se comportan con mayor precaución y están más dispuestos a prestar y a invertir en mercados de menor riesgo. Por lo tanto, durante una crisis las economías emergentes que solicitan capital de un grupo común de prestamistas sufrirán una contracción en las líneas de crédito disponibles para sus economías lo cual causará el agravamiento de sus crisis (Kaminsky et al., 2003). El mismo trabajo también postula que el grado de propagación depende de cómo los mercados anticipan los episodios de crisis.

Canova (2005) encuentra que el contagio que se filtra mediante el intercambio comercial no es muy importante pero que la política monetaria en países desarrollados si lo es. Villar Frexedas y Vayá (2005) y Van Rijckeghem y Weder (2001) demuestran, además, que el factor del prestamista común referido en el párrafo anterior es un canal significativo de propagación de crisis.

El comportamiento tipo rebaño y la ignorancia racional<sup>1</sup> amplifican el efecto (Chui et al., 2004). Así, los inversionistas más pequeños siguen a los más grandes asumiendo que estos poseen un conocimiento superior, mientras que los directivos adversos al riesgo se imitan entre sí dado que sus remuneraciones se basan en su resultados (Calvo y Mendoza, 2000).

Diagrama 1. Dinámica del contagio



Según lo sugerido en el diagrama 1: a.- los choques externos, a los cuales se suman ahora las crisis de los mercados de capitales de los países desarrollados asociadas a la falta de regulación adecuada, modifican las expectativas de crisis y generan rumores; b.- tan pronto como los grandes inversionistas comienzan a retirarse de los mercados emergentes se produce un efecto rebaño que agrava la crisis.

Las flechas en el diagrama indican las relaciones causales y el '+' al frente de la flecha indica que el efecto está relacionado positivamente con la causa. Cuando los lazos están reforzados, la polaridad se identifica con '+'. Los lazos negativos son auto-correctores y contrarrestan el cambio. Una retroalimentación negativa se identifica con un '-' de la muestra.

## Una regulación inadecuada de los mercados de capitales

El problema regulatorio observado recientemente en los mercados de crédito, especialmente en los fondos de alto riesgo e hipotecas de baja calidad, por ejemplo en Estados

<sup>1</sup> Dado que el costo de adquirir información no es trivial y que la utilidad de la información adicional decae en la medida que la cantidad de información aumenta, llega un momento en que el agente económico decide que el costo adicional de obtener más información es mayor al beneficio potencial de la misma. En ese punto el agente toma una decisión racional de asumir cierto grado de ignorancia, de allí el término ignorancia racional.

Unidos e Inglaterra, se ha generado en parte como consecuencia de una mayor liquidez en los mercados de capital y una tendencia de los inversionistas a aceptar más riesgo.

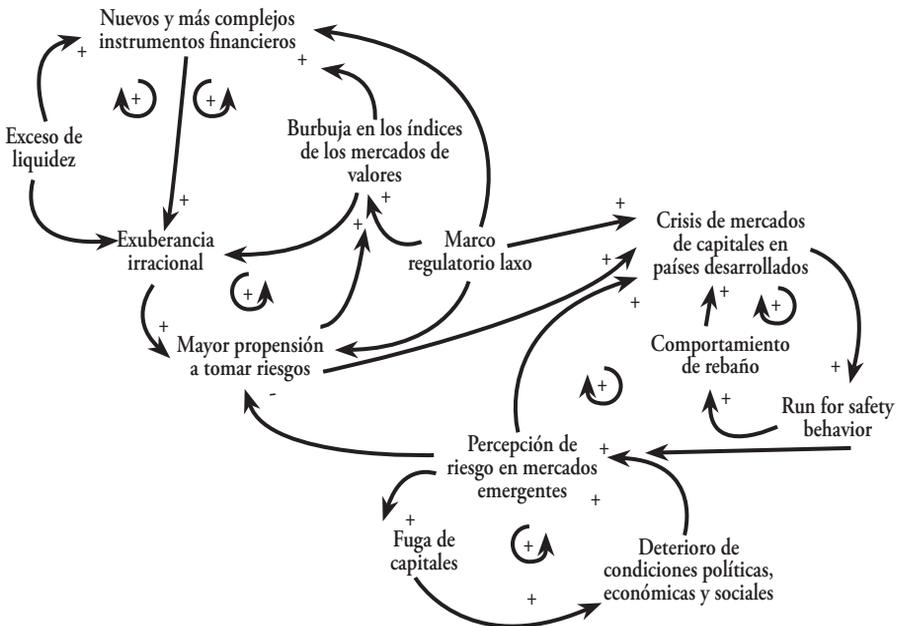
En efecto, el exceso de liquidez y la disponibilidad un gran número de nuevos instrumentos financieros, contribuyeron a mejorar la imagen de los mercados de capitales en los países emergentes y determinaron un importante incremento del flujo de capitales hacia estas economías.

En este contexto, cuando se produce una crisis financiera en los mercados de los países desarrollados, los capitales se desplazan rápidamente hacia instrumentos y mercados más seguros y estables (*run for safety*). Es por ello que un marco regulatorio laxo en los países industrializados crea un terreno fértil para la aparición de nuevas crisis que se propagan como pólvora hacia las economías emergentes.

La confluencia reciente de liquidez excesiva en los mercados de capital mundial conjuntamente con un optimismo extremo por parte de los inversionistas –exuberancia irracional– en un marco regulatorio laxo fomentaron las burbujas en los mercados de crédito hipotecarios cuya crisis se propagó sobre los mercados de créditos en los países desarrollados y se potenció con mayor fuerza en los países emergentes.

La recurrencia de estas crisis obliga a estos países emergentes a adoptar políticas defensivas orientadas a disminuir el impacto de los choques externos y a aumentar la seguridad financiera. Sin embargo, estas medidas generalmente tienen un coste social y político pues determinan la reducción de los recursos destinados a los planes de inversión social.

Diagrama 2: Exuberancia irracional, regulación laxa y crisis en mercados de capitales: Efectos en las economías emergentes



Como se aprecia en el Diagrama 2, el exceso de liquidez y la aparición de nuevos y más complejos instrumentos financieros, sumados al fenómeno de burbuja que experimentan los mercados de activos tales como el hipotecario, conducen a una situación de exuberancia irracional y consecuentemente, a una mayor propensión a tomar riesgos por parte de los inversionistas. Si a esta situación agregamos la falta de regulación adecuada en los mercados de capitales de las economías desarrolladas, nos encontramos en el escenario ideal para el desencadenamiento de crisis como la originada en Estados Unidos por las hipotecas de baja calidad. Estas crisis, a su vez, aumentan la percepción de los riesgos en los mercados emergentes y desencadenan un comportamiento de huida hacia activos más sólidos por parte de los inversionistas. Como consecuencia, se produce una salida de capitales y un deterioro de las condiciones económicas, políticas y sociales que compromete la estabilidad y por ende, los resultados de las políticas de crecimiento económico en estos países.

## **Fragilidad financiera**

Según Hilbers et al. (2000) los datos sobre crecimiento agregado y sectorial, las tendencias en la balanza de pagos, el nivel y volatilidad de la inflación, las tasas de interés, el valor de la moneda, el crecimiento del crédito, los cambios en los precios de los activos, especialmente en la bolsa de valores y las hipotecas, junto a la información acerca de la vulnerabilidad del sistema financiero y los indicadores de comportamiento de los inversionistas y de contagio, constituyen indicadores macroeconómicos relevantes de la capacidad del país de hacer frente a los cambios en los flujos de capital y las crisis de las monedas locales.

La calidad de las instituciones reguladoras, particularmente del marco legal, debe considerarse en el análisis que los políticos y los directivos de empresas llevan a cabo periódicamente en los países en desarrollo donde hacen sus inversiones. Hilbers et al. (2000) también agregan que los análisis deben basarse en un sistema comprensivo de indicadores, considerando la situación económica de un país y de su sistema financiero.

Un choque externo que conduce a una rápida devaluación de la moneda doméstica puede tener un efecto significativo en la capacidad de los deudores domésticos para hacer frente a sus obligaciones en moneda extranjera (Gabel, 2003, 2004). Esto podría amplificar el efecto inicial del choque generando, de una parte, una venta masiva de activos y de otra, la extensión del pánico la consecuente amplificación del efecto inicial del contagio.

Por lo tanto, la exposición al riesgo de las fluctuaciones de la moneda extranjera debe ser continuamente estudiado y analizado por la autoridad monetaria en su función política y simultáneamente, es aconsejable que los gerentes de las empresas tomen conciencia de

la importancia que dichas variables tienen sobre la estabilidad del entorno económico donde realizan sus negocios.

## Políticas defensivas

La acumulación de reservas internacionales para defender la moneda doméstica durante episodios de fugas de capital, junto con el uso limitado de las herramientas de control de capitales, pueden contribuir a blindar, en parte, la economía frente a los choques externos. El banco central también puede poner en práctica políticas para cambiar la estructura y calidad de la deuda pública negociando mayores plazos junto con la emisión de deuda denominada en moneda doméstica en un intento por disminuir el riesgo al cual se exponen las finanzas públicas cuando las monedas experimentan fluctuaciones.

Sin embargo, la inestabilidad no se produce solamente por factores externos, también puede generarse por causas internas. Más aún, la estabilidad macroeconómica no garantiza que los indicadores socioeconómicos mejorarán tan rápido como se requiere puesto que esta dinámica depende en gran parte de las condiciones iniciales y de una serie de factores. En otras palabras, la sostenibilidad política de los planes de estabilización no está asegurada. En efecto, la historia de los países emergentes muestra que el descontento social, que surge a raíz de políticas de desarrollo fallidas o inadecuadas para un determinado sistema social, genera otra forma de inestabilidad: el riesgo político.

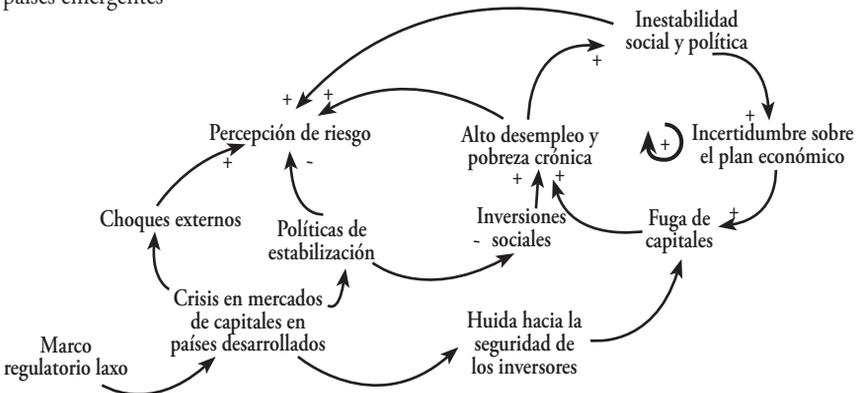
## Riesgo político

La investigación académica sobre riesgo financiero ha reconocido que la situación política y social de un país es por lo menos tan importante como el estado de sus finanzas. Según Lensink et al. (2000), hay una correlación robusta entre el riesgo, la fuga de capital y el riesgo político. Kashiwase y Kodres (2005) incorporan la estabilidad del gobierno, las condiciones socioeconómicas, posibles conflictos externos e internos, corrupción, intervención militar en políticas, calidad de ley y orden burocrático entre las variables políticas que utilizan para medir el grado de riesgo.

Erb et al. (1996, 2000) incluyen el riesgo político y su influencia en las relaciones del país y Bilson et al. (2002: 1) argumentan que "... el riesgo político es importante para explicar la variación en las tasas de rendimiento en mercados emergentes..." Por su parte, Le y Zak (2006: 308) indican que "... la inestabilidad política es el factor más importante asociado a la fuga de capital." Los autores argumentan que el riesgo político está asociado a la inestabilidad sociopolítica y el cambio en el régimen.

De otra parte, los altos niveles de pobreza y desempleo pueden promover la inestabilidad política que conduce a la incertidumbre sobre el futuro del gobierno y su plan económico (Tokman, 2003: 95-96; Holzmann y Jorgensen, 1999; Stiglitz, 2003).

Diagrama 3. Relaciones entre choques externos, política macroeconómica y riesgo político en países emergentes



El diagrama 3 muestra que para reducir al mínimo los efectos de la desestabilización producidos por los choques externos -a los cuales se agregan, como sugiere el diagrama, las crisis de los mercados de capitales de los países desarrollados por falta de adecuada supervisión-, los gobiernos destinan recursos para promover estabilidad financiera (p.e. aumento de reservas internacionales). Sin embargo, estas acciones reducen los recursos para los programas sociales, lo cual genera inestabilidad social y política y aumenta la percepción de riesgo doméstico. Según lo señalado en el diagrama, comprometer recursos para reducir el impacto financiero negativo de los choques externos desvía parte de los recursos necesarios para reducir el riesgo político interno comprometiendo de paso la sostenibilidad de los programas de estabilidad económica de los gobiernos.

## Discusión

La discusión anterior sugiere que la búsqueda de la estabilidad macroeconómica tiene asociado un costo importante. La capacidad expansiva de la política monetaria en las economías emergentes es inhibida por su necesidad de apoyar la meta central de promover estabilidad y se transforma en una muralla defensiva del sector financiero. En cierto grado, dicha política protege a la economía real de los efectos deletéreos, inmediatos y distributivos que se presentan por los cambios en los precios relativos asociados a las fluctuaciones inesperadas de la moneda determinados por los cambios bruscos de los flujos de capital durante las crisis financieras globales.

Por lo tanto, el problema central del gobierno de un país emergente es encontrar un nivel de riesgo que le permita diseñar una política macroeconómica sostenible a largo plazo.

Dado que el riesgo se genera a partir de los choques externos y de la inestabilidad social interna, para reducir al mínimo el riesgo total y conseguir resultados sostenibles se requiere de diversas combinaciones de políticas. A tal fin, el gobierno debe monitorear

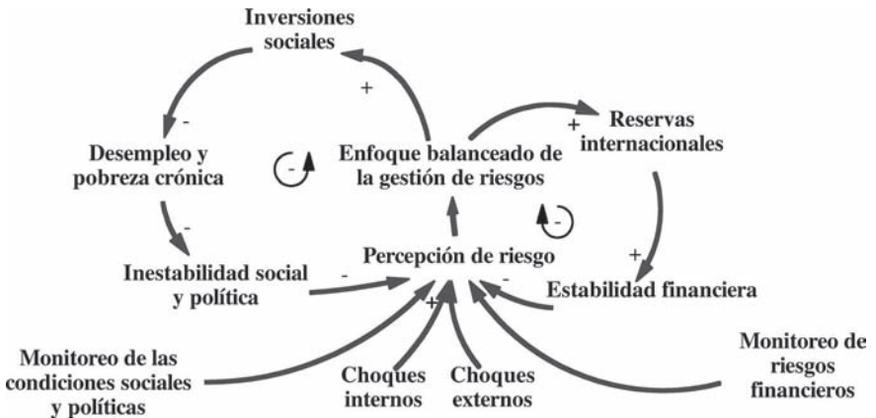
continuamente tanto los sectores financieros y reales de la economía, como la evolución de las condiciones sociales y políticas para diseñar un conjunto de medidas que le permitan cumplir con el objetivo central de hacer sostenible su política macroeconómica de estabilización.

De esta manera el gobierno podría alcanzar una asignación de recursos óptima que sustente la política macroeconómica y simultáneamente, atienda las necesidades sociales del país de acuerdo a su estructura económica y social dentro del contexto histórico del país en cuestión.

Todo esto sugiere que si bien los objetivos de las políticas macroeconómicas son claros, los medios para conseguirlos no lo son. En un contexto caracterizado por incertidumbre económica y social, los gobiernos se ven forzados a reaccionar a los cambios que se van presentando en el entorno económico y social mundial.

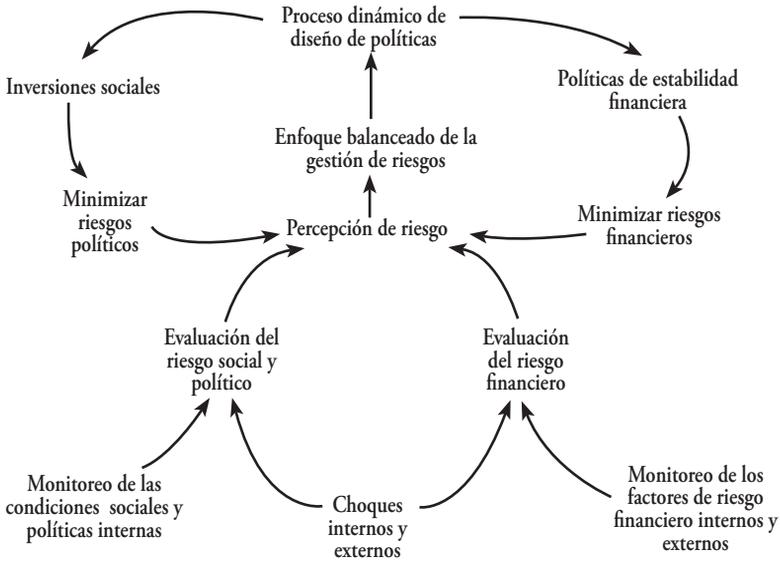
La adaptación continua del marco de políticas demanda un enfoque ecléctico dado que las medidas económicas y sociales se van tomando sin seguir alguna regla definida sino con el objetivo de sostener un conjunto de políticas.

Diagrama 4. Enfoque balanceado de la gestión de riesgos



El diagrama 4 muestra que los gobiernos deben gestionar los diversos tipos de riesgos derivados tanto de la inestabilidad financiera externa como de las condiciones políticas y sociales internas. Esto sugiere que el objetivo del gobierno es diseñar un marco de políticas macroeconómicas sostenible a través de una combinación de instrumentos y acciones que reduzcan al mínimo el riesgo total, no solo el riesgo financiero. Para minimizar el riesgo total, los gobiernos de los países emergentes deben diseñar sus marcos políticos en forma dinámica y ecléctica, monitoreando los cambios externos e internos e introduciendo los ajustes necesarios.

Diagrama 5. Enfoque ecléctico y dinámico para el diseño de políticas públicas



El diagrama 5 ilustra el enfoque ecléctico y dinámico para el diseño de políticas públicas. Como se aprecia, tanto el monitoreo como la evaluación continua de los riesgos internos y externos informan el proceso de gestión de riesgos y el diseño de políticas. El enfoque balanceado intenta responder tanto a las necesidades de: 1- crear sistemas financieros robustos que permitan asimilar los choques externos y disminuir su impacto negativo y, a la vez, 2- mantener una asignación de recursos para mejorar las condiciones sociales a través de la creación de empleo y las inversiones orientadas a la reducción de la pobreza. Sólo a condición de adoptar este enfoque ecléctico, dinámico y balanceado los países emergentes estarán en capacidad de garantizar la sostenibilidad de sus planes de estabilidad y crecimiento económico.

Tomando en consideración los análisis precedentes, las lecciones útiles para el gerente de empresa en el proceso de diseño de estrategias corporativas en mercados emergentes pueden ser resumidas de la siguiente manera:

1. No hay reglas fijas que lo simplifiquen todo. Se debe realizar una lectura detallada del entorno económico interno y externo en forma periódica. Un seguimiento continuo de la evolución de los mercados de capitales es indispensable para elaborar escenarios y prever contingencias.
2. Los cambios en las variables económicas que apoyan el sistema financiero, tales como las reservas extranjeras y el nivel de la deuda nacional, tienen un efecto significativo sobre el riesgo total y por lo tanto sobre la estabilidad. Debido a esto, necesitan ser monitoreados periódicamente por las empresas.

3. Un análisis adecuado del entorno económico de un país emergente debe tomar en consideración las condiciones sociopolíticas locales así como los factores de riesgo financieros internos y externos.
4. Los cambios en las variables sociales son importantes ya que la estabilidad depende también del efecto que dichas variables tienen sobre el riesgo total. Es por esto que deben ser supervisadas periódicamente. Es importante seguir de cerca la evolución de los índices de desempleo, subempleo y pobreza pues ellos podrían anticipar el comienzo de una crisis social. Obviamente, cada país tiene su propio grado de expresión democrática y esto debe ser tomado en cuenta. Por ejemplo, Burma era un país estable pero su situación social y política llevó al país al borde del abismo en el mes de octubre de 2007. Una lectura adecuada de la evolución de sus condiciones sociales hubiese facilitado anticipar dicha crisis.
5. Un mercado emergente estable debe exhibir, entre otras cosas, las siguientes características: a- políticas macroeconómicas capaces de proporcionar un cierto grado de estabilidad ante posibles choques externos y, b- una política social que proporcione un grado de estabilidad sociopolítica adecuada para el desarrollo empresarial sostenible.
6. Si los gobiernos, mediante sus políticas económicas, no tratan de balancear los riesgos internos y externos en forma adecuada, la economía corre el riesgo de tornarse inestable. Por ello, es importante hacer una lectura periódica de las políticas macroeconómicas.
7. Las percepciones de todos los agentes económicos son importantes. El comportamiento de los consumidores y los inversionistas, así como las opiniones de los funcionarios públicos responsables del diseño de las políticas desempeñan un papel fundamental en la formación de expectativas. Estas últimas podrían desencadenar, o la menos potenciar, crisis en países con historiales recientes de inestabilidad. Por ello hay que aprender a ponderar el valor de los rumores políticos y sociales.
8. Los choques externos pueden tornarse importantes y deben ser monitoreados y analizados en términos de los efectos globales, regionales, nacionales y sectoriales. Estos pueden afectar las expectativas y los precios relativos de los factores de producción y los de los bienes y servicios. Cada empresa tiene una función de producción específica a sus necesidades y desarrollo. Por ello cada empresa debe seguir de cerca la evolución de sus mercados específicos.
9. Una empresa opera en un mercado que es parte de un sector económico y algunos de los insumos usados en sus procesos de producción provienen de otros sectores económicos. Por lo tanto, la intensidad y la capacidad de sustituir dichos insumos es importante y debe ser considerada cuando uno o más sectores de la economía se ven afectados por una crisis. Así mismo, es necesario observar los efectos que

los choques internos y externos tienen sobre los sectores que afectan la demanda de los productos o servicios de la empresa.

10. Lo anterior sugiere que, ante la presencia de incertidumbre, riesgo y choques, las empresas deben analizar la situación antes de tomar decisiones apresuradas, como por ejemplo alejarse de un mercado rentable. La construcción de diversos escenarios es una herramienta útil en este tipo de situaciones para desarrollar una estrategia de largo plazo.
11. El marco analítico de este trabajo se puede utilizar como una herramienta adicional en el proceso de diagnóstico, elaboración de escenarios y diseño de estrategias de inversión en mercado emergentes.
12. Dada la importancia que los marcos sociopolíticos e institucionales tienen sobre la sostenibilidad y el funcionamiento empresarial en economías financieramente vulnerables, los gerentes deben considerar: a.- el promover las redes políticas formales e informales dedicadas a la mejora de las infraestructuras sociales, políticas e institucionales para el desarrollo; b.- la cooperación con los líderes locales, regionales y federales que facilite a los gerentes un canal de comunicación para poder expresar sus preocupaciones con respecto a las condiciones sociales y económicas de sus socios estratégicos, incluyendo proveedores y clientes, y c.- el promover acuerdos y alianzas público-privadas dedicadas a la gestión conjunta de riesgos financieros y sociopolíticos asociados al desarrollo. La participación activa en el diseño de políticas y la co-gestión de instituciones dedicadas a la resolución de conflictos sociales y a la promoción de las estrategias equilibradas de desarrollo económico son beneficiosas para las empresas así como para su entorno económico. En última instancia, el mensaje para los líderes políticos y corporativos es claro: mejores condiciones sociales, económicas y políticas permiten desarrollar empresas sostenibles y rentables (Deyo, 1987; Cardoza, 1997).

## Conclusiones

El objetivo principal de trabajo es introducir un marco analítico para un gerente de empresa interesado en pronosticar el comportamiento de los mercados en economías emergentes. Este trabajo asume que el gobierno de dicho país está intentando estabilizar la economía que frecuentemente experimenta los efectos de los choques externos y las crisis sociales domésticas.

El dilema al que se enfrenta la mayoría de los gobiernos se deriva de la necesidad de asignar los recursos disponibles para reforzar la estabilidad y credibilidad del sector financiero y simultáneamente, satisfacer las necesidades sociales y así obtener el respaldo necesario para implementar una política macroeconómica sostenible a largo plazo.

Estos gobiernos deben adoptar un modelo macroeconómico flexible, dinámico, balanceado y ecléctico con el fin de garantizar su sostenibilidad. Esto implica que el gobierno debe monitorear constantemente cambios en todas las variables relevantes mientras estas evolucionan en un marco global incierto.

El marco analítico de este trabajo se ofrece a los gerentes empresariales como una herramienta más con el fin de enriquecer la elaboración de escenarios alternativos del entorno económico del país en donde producen o cuentan con mercados de insumos y productos.

El estudio también intenta explicar las razones detrás de la política macroeconómica heterodoxa y ecléctica y sugiere cómo usar dicha información para mejorar la estrategia de las empresa en entornos económicos inciertos, de alto riesgo, golpeados frecuentemente por crisis financieras y sociales, y posiblemente con historias recientes de crisis sociales, políticas y económicas.

Teniendo en cuenta que este trabajo ofrece un marco analítico útil para caracterizar la política macroeconómica de un país emergente que experimenta crisis frecuentes, una extensión lógica sería su aplicación a estudio de casos y de análisis a nivel regional teniendo en cuenta que existe una tendencia a nivel mundial hacia la formación de regiones integradas económicamente, como el MERCOSUR y la Unión Europea entre otras.

## Bibliografía

- Bilson, Christopher M.; Brailsford, Timothy J. and Hooper, Vincent C. (2002). "The explanatory power of political risk in emerging markets", *International Review of Financial Analysis*, vol. 11: 1-27.
- Calvo, Guillermo A. and Mendoza, Enrique G. (2000). "Regional contagion and the globalization of securities markets", *Journal of International Economics*, Vol. 51: 79-113.
- Canova, Fabio (2005). "The transmission of US shocks to Latin America", *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 20: 229-251.
- Cardoza, G. (1997). "Learning, Innovation and Growth: A Comparative Policy Approach to East Asia and Latin America", *Science and Public Policy*, Vol. 24, no. 6.
- Chui, Michael; Hall, Simon and Taylor, Ashley (2004). "Crisis spillovers in emerging market economies: interlinkages, vulnerabilities and investor behavior", Bank of England, working paper 212.
- De Alessi Gracio, Cristiana; Hoggarth, Glenn and Yang, Jing (2005). "Capital flows to emerging markets: recent trends and potential stability implication", *Financial Stability Review*, December: 94-102.

- Deyo, F. (1987). "State and labor: modes of political exclusion in East Asian development", In F. Deyo (ed.), *The Political Economy of the New Asian Industrialism*. London: Cornell University Press.
- Erb, C.; Harvey, C. R. and Viskanta T. E. (1996). "The influence of political, economic, and financial risk on expected fixed-income returns", *The Journal of Fixed Income*, Vol. 6, No. 1: 7-30.
- Erb, C.; Harvey, C. R. and Viskanta, T. E. (2000). "Understanding emerging market bonds", *Emerging Markets Quarterly*, spring: 7-23.
- Foot, Michael (2003). "What is 'financial stability' and how do we get it?" *The Roy Bridge Memorial Lecture*, United Kingdom: Financial Services Authority, April 3. <http://www.fsa.gov.uk/Pages/Library/Communication/Speeches/2003/sp122.shtml>.
- Glick, Reuven and Rose, Andrew K. (1999). "Contagion and trade, why are currency crises regional?", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 18, 1999: 603-617.
- Gabel, Ilene (2003). "Predicting financial crisis in developing economies: astronomy or astrology?", *Eastern Economic Journal*, Vol. 29, No. 2, Spring: 243-258.
- Gabel, Ilene (2004). "Trip wires and speed bumps: managing financial risks and reducing the potential for financial crises in developing economies", paper presented at the United Nations Conference on Trade and Development UNCTAD)/Intergovernmental Group of Twenty-Four on International Monetary Affairs and Development (G-24) for the XVIII Technical Group Meeting of the G-24, Geneva, Switzerland, March 8-9<sup>th</sup>.
- Hall, Simon and Taylor, Ashley (2002). "Spillovers from recent emerging market crises: what might account for limited contagion from Argentina?" *Financial Stability Review*, June: 128-135.
- Hilbers, Paul; Krueger, Russell and Moretti, Marina (2000). "New tools for assessing financial system Soundness", *Finance and Development*, September: 52-55.
- Holzmann, Robert and Jorgensen, Steen (1999). "Social Protection as Social Risk Management: Conceptual Underpinnings for the Social Protection Sector Strategy Paper", *Social Protection Discussion Paper Series*, The World Bank, Discussion paper 9904.
- Kaminsky, Graciela L.; Reinhart, Carmen M. and Végh, Carlos A. (2003). "The unholy trinity of financial contagion", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, No. 4, Fall: 51-74.
- Kashiwase, Kenichiro and Kodres, Laura E. (2005). "Emerging market spread compression: is it real or is it liquidity?", International Monetary Fund, working paper, October.
- Le, Quan Vu and Zak, Paul J. (2006). "Political risk and capital flight," *Journal of International Money and Finance*, Vol. 25: 308-329.

- Lensink, Robert; Hermes, Niels and Murinde, Víctor (2000). "Capital flight and political risk", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 19: 73-92.
- Mishkin, Frederic S. (1999). "Global financial instability: framework, events, issues", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 13, No. 4, Fall: 3-20.
- Schinasi, Garry J. (2004). "Defining financial stability," *IMF working paper* wp/04/187.
- Stiglitz, Joseph E. (2003). "Whither reform? Towards a new agenda for Latin America," *CEPAL review*, No. 80, August.
- Tokman, Victor, E. (2003). "Towards an Integrated vision for dealing with instability and risk," *CEPAL Review*, 81, December: 79-98.
- Van Rijckeghem and Weder, Beatrice (2001). "Sources of Contagion: is it finance or trade?" *Journal of International Economics*, Vol. 54: 293-308.
- Villar Frexedas, O. and Vayá, E. Y. (2005). "Financial contagion between economies: an explanatory spatial analysis," 45<sup>th</sup> Congress of the European Regional Science Association, Vrije Universiteit Amsterdam, 23-27 August.